

¿POR QUÉ LAS PARTES PACTARÍAN UN ROFR? PROFUNDIZANDO EN EL *RIGHT OF FIRST REFUSAL* *WHY WOULD THE PARTIES AGREE TO A ROFR? DEEPENING ON THE RIGHT OF FIRST REFUSAL*

Diego Carrión Alvarez Calderón*
Cuatrecasas

The purpose of this article is to acquaint the reader with the main institutions and characteristics of the right of first option established in a shareholders' agreement, usually in the scenario of mergers and acquisitions of companies.

To this end, the author analyzes the usual restrictions between the parties to prohibit the disposal of shares (and how they differ from the right of first refusal), costs and benefits of establishing this classic clause, alternatives (in some cases less expensive, but also less efficient). Finally, the author explains the innovative 'commitment to auction' clause that represents the convergence between the right of first refusal and keeping third party bids open without distorting values.

KEYWORDS: *Right of first option; mergers and acquisitions; shareholders' agreement; commitment to auction.*

El presente artículo tiene como objetivo que el lector conozca las principales instituciones y características del derecho de primera opción (conocido como 'right of first refusal' en la doctrina anglosajona) instaurado en un convenio de accionistas, y, normalmente, practicado en el escenario de fusiones y adquisiciones de sociedades.

Para tal fin, el autor analiza las restricciones usuales entre las partes para prohibir la enajenación de acciones (y cómo se diferencian del derecho de primera opción), costos y beneficios de establecer esta cláusula, alternativas del mismo (en algunos casos menos costosas, pero también, menos eficientes). Finalmente, el autor explica la innovadora cláusula 'compromiso a subastar' que representa la convergencia entre el derecho de primera opción y el hecho de mantener abiertas las ofertas de terceros sin valores distorsionados.

PALABRAS CLAVE: *Derecho de primera opción; fusiones y adquisiciones; convenio de accionistas; compromiso de subastar.*

* Abogado. Máster en Derecho por Harvard Law School. Profesor de Derecho Corporativo y Financiero en la Pontificia Universidad Católica del Perú (PUCP). Socio del Estudio Cuatrecasas (Lima, Perú). Contacto: diego.carrion@pucp.edu.pe

El autor agradece a Maria Fe Alvarez Calderón Campos, máster en Derecho por la Universidad de Georgetown, por su colaboración en la investigación realizada para este artículo, así como a Víctor Tejada Frisancho, Danae Ramos Granados y Santiago Ramírez Vivanco, quienes le asistieron en la preparación del mismo.

Nota del Editor: El presente artículo fue recibido por el Consejo Ejecutivo de THĒMIS-Revista de Derecho el 03 de diciembre de 2023, y aceptado por el mismo el 23 de diciembre de 2023.

I. INTRODUCCIÓN

Luego de 30 años de operaciones, un socio (socio A) le comunica al otro (socio B) que ha decidido jubilarse y vender su participación. En este contexto, surge una preocupación del socio B, pues ingresó al negocio bajo la premisa que lo haría junto con el socio A, y no quisiera encontrarse con un nuevo socio con quien –entre otros elementos materiales– no comparta una filosofía del negocio o estrategia de gestión común, como ha sido en los últimos 30 años. En este contexto, hay dos caminos, dependiendo de lo que las partes pactaron en el convenio de accionistas (y asumiendo que no aplica supletoriamente el derecho de adquisición preferente de la Ley General de Sociedades).

Un primer escenario, nunca acordaron un mecanismo que limite la libre transferibilidad de acciones, el socio A podrá proceder con la venta de acciones a favor de un tercero o convocar a un proceso competitivo para la venta de sus acciones, al cual podría invitar al socio B. El socio B podrá participar en este proceso competitivo, pero sin mayor privilegio que el de tener más información sobre el estado de la compañía (que no es menor). El resultado de este proceso competitivo dependerá enteramente de a quién elija el socio A como comprador.

Un segundo escenario, donde las partes celebraron un convenio de accionistas donde se fijó un mecanismo que limita la libre transferibilidad de las acciones, por ejemplo, un derecho de preferencia o *'right of first refusal'* (en adelante, ROFR, por sus siglas en inglés), entre otros. En este caso, el socio A deberá trasladar al socio B la oferta enviada por un tercero ajeno a la sociedad sobre las acciones en venta del socio A, y este tiene el derecho de tomar el lugar del potencial comprador y celebrar la operación en los términos establecidos en la oferta.

Ambos escenarios suponen costos, desventajas, incentivos, beneficios, procesos, plazos y asignaciones de valor muy distintos. En este artículo, pretendemos profundizar en la figura del ROFR, figura muy usada en los convenios de accionistas donde se desea establecer una clara limitante a la libre transferibilidad de las acciones, pero generando con ello una serie de costos y desventajas que resulta interesante analizar y entender. Entendiendo ello, resulta necesario pasar a revisar ciertas justificaciones que explicarían el pacto de estos acuerdos ROFR. Asimismo, revisaremos si la literatura ha analizado figuras alternativas e incluso alguna novedosa que suene bien en teoría, pero que no se haya probado en la práctica. Mi objetivo es que el lector conozca más del ROFR,

lo entienda y pueda tomar decisiones en el futuro con más información.

II. PACTOS DE ACCIONISTAS Y LIMITACIONES USUALES A LA LIBRE TRANSFERIBILIDAD DE ACCIONES

A. Pactos de accionistas

Los convenios de accionistas desempeñan un papel crucial en la estabilidad corporativa de una compañía, ya que establecen normas claras que salvaguardan los intereses de los accionistas y fomentan una forma de gobernanza corporativa eficiente. Específicamente, los convenios de accionistas son acuerdos celebrados entre los accionistas de una sociedad con el propósito de regular el ejercicio de sus derechos, obligaciones e intereses económicos y políticos. “Se trata pues de pactos entre los socios, al margen del contrato de sociedad y distinto de este, para modificarlo o complementarlo, buscando además uniformizar y unificar dichos intereses y, entre otros, votar de manera unitaria” (Conde Granados, 2014, p. 31).

Los convenios de accionistas pueden abarcar una amplia gama de temas, pero su propósito principal suele ser regular cuestiones relacionadas con la gobernanza de la sociedad, así como la propiedad de sus acciones. Al respecto, Elías Laroza menciona alguno de los aspectos que los convenios de accionistas pueden regular:

Por citar solamente algunos ejemplos, puede tratarse de pactos de limitación del derecho de transferir acciones, de formas obligatorias en que una mayoría se compromete a administrar y dirigir la sociedad, de sindicatos de voto o de bloqueo, de formas en que se realizarán futuros aumentos de capital, de las condiciones de los futuros aportes, del ingreso de nuevos socios, de la forma en que un grupo de socios no sufra la dilución de su porcentaje en el capital por futuros aportes, de derechos especiales que se otorgarán a nuevos socios, de prohibiciones temporales a la venta de acciones o a la cesión de los derechos de voto, de formas preestablecidas de amortización de acciones, de creación de acciones preferenciales, de cláusulas obligatorias de consentimiento, de reglas especiales de competencia con la sociedad y otros muchos (2015, p. 52).

Como se ve, entre las distintas cláusulas pactadas en un convenio de accionistas, una que resulta de gran importancia es la regulación a la transferencia de las acciones de una sociedad. Si bien el principio de libre transmisibilidad de las acciones en las sociedades anónimas existe, este principio no es absoluto y puede estar sujeto a restricciones. Estas restric-

ciones se pueden clasificar en tres categorías según su origen: legales, estatutarias y convencionales.

En primer lugar, las restricciones legales provienen directamente de la ley. En particular, la Ley General de Sociedades (en adelante, LGS) regula distintas restricciones para la transmisibilidad de las acciones para las sociedades anónimas cerradas (en adelante, SAC).

La LGS establece cuatro restricciones principales para la libre transferibilidad de las acciones para las SAC¹: (i) el derecho de adquisición preferente (en adelante, DAP); (ii) el consentimiento previo de la sociedad; (iii) la adquisición preferente en caso de enajenación forzosa; y (iv) la transmisión de acciones por sucesión.

El DAP, en particular, se encuentra regulado en el artículo 237 de la LGS². En dicho artículo se establece el derecho de preferencia que tiene un accionista cuando otro desea transferir sus acciones a un tercero ajeno a la sociedad. Antes de transferir las acciones a un tercero, el accionista debe ofrecer a los titulares del derecho de

preferencia la opción de adquirirlas primero en al menos las mismas condiciones ofertadas por el tercero. Los titulares pueden decidir si ejercen su derecho o no. Si optan por no ejercerlo, el accionista puede proceder con la transferencia al tercero. ¿Es el DAP lo mismo que el ROFR? Lo veremos luego al analizar el ROFR y cada lector podrá sacar sus conclusiones.

La segunda restricción a la libre transmisibilidad de las acciones para la SAC se regula en el artículo 238 de la LGS³. La tercera restricción regula el caso de enajenación forzosa de acciones en este tipo societario. El artículo 239 de la LGS⁴ establece las reglas para los casos en los que no se busca activamente la transferencia de acciones, sino que esta ocurre debido a una enajenación forzosa. Con el objetivo de preservar la naturaleza especial de la SAC, este artículo otorga a la sociedad misma la facultad de subrogarse en lugar del accionista y adquirir las acciones, evitando así la entrada de terceros en la estructura accionarial de la sociedad.

En situaciones de enajenaciones forzosas de acciones de una sociedad, como embargos, ejecución

¹ La LGS también establece una regulación especial sobre restricción a la libre transmisibilidad de las acciones para la Sociedad Comercial de Responsabilidad Limitada, pero el presente artículo no analizará ese tipo societario.

² Artículo 237.-

El accionista que se proponga transferir total o parcialmente sus acciones a otro accionista o a terceros debe comunicarlo a la sociedad mediante carta dirigida al gerente general, quien lo pondrá en conocimiento de los demás accionistas dentro de los diez días siguientes, para que dentro del plazo de treinta días puedan ejercer el derecho de adquisición preferente a prorrata de su participación en el capital.

En la comunicación del accionista deberá constar el nombre del posible comprador y, si es persona jurídica, el de sus principales socios o accionistas, el número y clase de las acciones que desea transferir, el precio y demás condiciones de la transferencia.

El precio de las acciones, la forma de pago y las demás condiciones de la operación, serán los que le fueron comunicados a la sociedad por el accionista interesado en transferir. En caso de que la transferencia de las acciones fuera a título oneroso distinto a la compraventa, o a título gratuito, el precio de adquisición será fijado por acuerdo entre las partes o por el mecanismo de valorización que establezca el estatuto. En su defecto, el importe a pagar lo fija el juez por el proceso sumarísimo.

El accionista podrá transferir a terceros no accionistas las acciones en las condiciones comunicadas a la sociedad cuando hayan transcurrido sesenta días de haber puesto en conocimiento de ésta su propósito de transferir, sin que la sociedad y/o los demás accionistas hubieran comunicado su voluntad de compra.

El estatuto podrá establecer otros pactos, plazos y condiciones para la transmisión de las acciones y su valuación, inclusive suprimiendo el derecho de preferencia para la adquisición de acciones (1997).

³ Artículo 238.-

El estatuto puede establecer que toda transferencia de acciones o de acciones de cierta clase quede sometida al consentimiento previo de la sociedad, que lo expresará mediante acuerdo de junta general adoptado con no menos de la mayoría absoluta de las acciones suscritas con derecho a voto.

La sociedad debe comunicar por escrito al accionista su denegatoria a la transferencia.

La denegatoria del consentimiento a la transferencia determina que la sociedad queda obligada a adquirir las acciones en el precio y condiciones ofertados.

En cualquier caso de transferencia de acciones y cuando los accionistas no ejerciten su derecho de adquisición preferente, la sociedad podrá adquirir las acciones por acuerdo adoptado por una mayoría, no inferior a la mitad del capital suscrito (1997).

⁴ Artículo 239.-

Cuando proceda la enajenación forzosa de las acciones de una sociedad anónima cerrada, se debe notificar previamente a la sociedad de la respectiva resolución judicial o solicitud de enajenación.

Dentro de los diez días útiles de efectuada la venta forzosa, la sociedad tiene derecho a subrogarse al adjudicatario de las acciones, por el mismo precio que se haya pagado por ellas (1997).

de garantías mobiliarias u otros casos similares, el artículo establece que la sociedad tiene el derecho de subrogarse al adjudicatario de las acciones dentro de los diez días siguientes a la transferencia. La sociedad puede adquirir las acciones por el mismo precio pagado por ellas, permitiéndole recuperar las acciones transferidas. Este mecanismo permite a la sociedad mantener el control sobre su composición accionarial incluso en casos de transferencias forzosas⁵.

Finalmente, el último tipo de limitación a la libre transmisibilidad de las acciones para la SAC se establece en el artículo 240 de la LGS⁶. En dicho artículo se sigue la misma lógica que el anterior supuesto, dado que se busca proteger el núcleo inicial de accionistas fundadores de la sociedad. Concretamente, el artículo señala que cuando se adquieren acciones a través de una herencia, el heredero o legatario se convierte en socio. Sin embargo, el pacto social o el estatuto pueden establecer que los otros accionistas tienen el derecho de adquirir las acciones del fallecido dentro de un plazo determinado, pagando su valor al momento del fallecimiento.

Es perfectamente válido concluir que, a diferencia de la sociedad anónima abierta (en adelante, SAA) y la sociedad anónima (en adelante, SA), la LGS establece una regulación especial para la transmisibilidad de las acciones en una SAC por la naturaleza y lógica inherente que tiene este tipo de estructura societaria. El objetivo del legislador, se entiende, fue mantener la titularidad de las acciones en manos del grupo fundacional. Cabe mencionar que en caso no se siga el procedimiento que se estableció en el estatuto o supletoriamente el DAP en la ley, dicha transferencia será ineficaz frente a la sociedad, conforme al artículo 241 de la LGS⁷.

En resumen, de manera supletoria la LGS ya establece mecanismos que buscan salvaguardar el derecho de los accionistas de una sociedad anónima de personas (una SAC se parece más una sociedad de personas que de capitales) de mantener la es-

tructura accionarial como fue concebida desde un inicio. A efectos del presente artículo, ¿puede ser que la figura anglosajona del ROFR tenga el mismo propósito que la LGS?

B. Restricciones estatutarias

Por otro lado, las limitaciones a las transferencias de acciones también pueden originarse en el estatuto de la sociedad. En el caso de una sociedad anónima (en adelante, SA), el principio de libre transmisibilidad de las acciones se presenta como regla general. Incluso, en el caso de las sociedades anónimas abiertas (en adelante, SAA), el principio de libre transmisibilidad de las acciones se encuentra aún más arraigado, debido al carácter impersonal de este tipo de sociedad y su forma abierta, que fomenta la libre circulación de las acciones en el mercado. En relación a este tema, Salas Sánchez sostiene que, en el caso de las SAA, no se reconocen las cláusulas que limiten la libre transferencia de acciones, ya sea que estén establecidas en el pacto social, el estatuto o provengan de los convenios de accionistas (2008, p. 72).

Ahora bien, en el caso de las SA, al no haber una regulación legal específica, es común que se siga la pauta del DAP establecido en la LGS. Esto significa que, en la práctica, las SA suelen adoptar el mismo procedimiento del DAP que las SAC. Así, suelen replicar en sus estatutos lo dispuesto en el artículo 237 de la LGS, en algunas ocasiones, con ligeras variaciones.

Además, tanto las SA como SAC pueden incluir en su estatuto mecanismos más sofisticados que el DAP del artículo 237 de la LGS. En este caso, ¿estaríamos aún ante una figura del DAP (mejorada) o tal vez podríamos estar migrando a un mecanismo más complejo y detallado como lo es un ROFR (derecho de primera opción)? En el estatuto se puede regular también cláusulas de *tag along* o *drag along* (arrastre y acompañamiento), pero veremos más adelante que esas suelen ser cláusulas típicas de un convenio de accionistas. La ventaja de utili-

⁵ Este derecho es similar al Derecho de Retracto regulado en el artículo 1592 del Código Civil.

⁶ Artículo 240.-

La adquisición de las acciones por sucesión hereditaria confiere al heredero o legatario la condición de socio. Sin embargo, el pacto social o el estatuto podrá establecer que los demás accionistas tendrán derecho a adquirir, dentro del plazo que uno u otro determine, las acciones del accionista fallecido, por su valor a la fecha del fallecimiento. Si fueran varios los accionistas que quisieran adquirir estas acciones, se distribuirán entre todos a prorrata de su participación en el capital social.

En caso de existir discrepancia en el valor de la acción se recurrirá a tres peritos nombrados uno por cada parte y un tercero por los otros dos. Si no se logra fijar el precio por los peritos, el valor de la acción lo fija el juez por el proceso sumarísimo (1997).

⁷ Artículo 241.-

Ineficacia de la transferencia: Es ineficaz frente a la sociedad la transferencia de acciones que no se sujete a lo establecido en este título (1997).

zar estos mecanismos es que se pueden adaptar de manera precisa y específica a las necesidades particulares de la sociedad. Estos mecanismos se explicarán en detalle más adelante.

Por último, la tercera fuente de limitación a la libre transmisibilidad de las acciones es de naturaleza contractual, y proviene de la voluntad expresa de los accionistas de una sociedad. Específicamente, esta fuente se origina en los convenios de accionistas, donde suelen acordarse restricciones más sofisticadas y adaptadas a las necesidades particulares de la sociedad, en comparación con las limitaciones establecidas en el estatuto de una SA o una SAC.

Los convenios de accionistas, también conocidos como acuerdos parasociales, están regulados por el artículo 8 de la LGS, el cual establece lo siguiente:

Son válidos ante la sociedad y le son exigibles en todo cuanto le sea concerniente, los convenios entre socios o entre estos y terceros, a partir del momento en que le sean debidamente comunicados.

Si hubiera contradicción entre alguna estipulación de dichos convenios y el pacto social o el estatuto, prevalecerán estos últimos, sin perjuicio de la relación que pudiera establecer el convenio entre quienes lo celebraron (1997).

Es importante destacar que todas las partes involucradas en estos convenios, incluyendo accionistas, terceros y la sociedad misma, están obligadas a cumplir con lo acordado en ellos. Sobre lo anterior, Salas menciona que el reconocimiento de la validez y oponibilidad de los convenios parasocietarios, así como su vinculación y exigibilidad frente a la sociedad, representa un avance significativo en la evolución de la sociedad anónima (2008, p. 69). Esto fortalece la obligatoriedad de los convenios y garantiza su aplicación efectiva en el ámbito empresarial.

Ahora bien, en caso de conflicto entre convenios y el estatuto de la sociedad, prevalecen las reglas del estatuto (por mandato imperativo de la LGS). De ahí que resulta esencial asegurar que se regule un solo mecanismo que limite la libre transferibilidad de las acciones, y en caso se quiera regular en estatuto y convenio, deberemos asegurarnos de que estén alineados para evitar conflictos y mantener la coherencia normativa entre ambos.

Es común que los accionistas firmantes de un convenio de accionistas pacten ciertas restricciones a la libre transmisibilidad de las acciones con el fin de proteger sus intereses. Algunas de las razones para establecer dichas restricciones son las siguientes:

- a) Ser un conjunto de personas basadas en una comunidad de conocimientos técnicos;
- b) Tener creencias ideológicas compartidas;
- c) Contar con una comunidad de intereses amicales;
- d) Pertenecer a una misma familia;
- e) Pertenecer a un mismo grupo económico;
- f) Mantener el control sobre una sociedad filial;
- g) Mantener un equilibrio de fuerzas entre dos grupos dentro de una misma sociedad;
- h) Impedir la entrada de competidores en calidad de accionistas que puedan perturbar la marcha de la sociedad;
- i) Obstaculizar el ingreso de extranjeros en la sociedad que pongan en peligro los intereses nacionales en determinadas industrias;
- j) Evitar que determinados accionistas abandonen la sociedad (Pérez Caruajulca, 2021, pp. 24-25).

Como corolario hasta el momento, pareciera que el objetivo principal de los socios al momento de establecer restricciones a la libre transferencia de acciones es preservar la estabilidad accionarial. Si esa es una premisa correcta, ¿qué mecanismos suelen usar los socios en convenios sofisticados para lograr este objetivo? ¿Esos son los únicos objetivos, preservar la estabilidad accionarial? En las siguientes líneas entramos a revisar con mayor detalle estos mecanismos para finalmente centrarnos en el ROFR, uno de los mecanismos más usados para limitar la libre transmisibilidad de acciones y cuya negociación, acuerdo y ejecución suele levantar más de una arista.

C. Limitaciones usuales a la libre transferibilidad de acciones

Los derechos de preferencia son mecanismos que permiten limitar la libre transferibilidad de las acciones de una sociedad. Se considera que esto ocurre –principalmente– en beneficio de los socios, cuando alguno de ellos decide transferir la propiedad de sus participaciones en el capital social a un tercero. En este escenario, se activa “el derecho de adquirir con preferencia dentro de determinado plazo y por un precio fijado a priori o señalable en virtud de bases preestablecidas, las acciones que se pretende enajenar” (De La Puente y Lavalle, 1995, p. 81).

1. *Right of first refusal*

Considerando lo simple y limitada que es la regulación legal del DAP en la LGS, la práctica ha llevado a adoptar un mecanismo muy similar (parten del mismo principio) cuyo desarrollo y detalle es mu-

cho más amplio, conocido en el derecho anglosajón como *'right of first refusal'*. En términos societarios, este derecho se presenta cuando existe un accionista que, en su calidad de titular de acciones o participaciones sociales, tiene interés en transferirlas a un tercero comprador externo al campo accionarial de la sociedad. En ese momento, se activa la preferencia de los demás accionistas de adquirir las acciones, debiendo ser notificados sobre la transacción prevista, aplicándoseles al menos las mismas condiciones establecidas en la oferta del tercero.

Para Walker, el ROFR implica que “los accionistas de la empresa prometen que solo venderán sus acciones después de negociar un precio con un tercero y ofrecer las acciones a ese precio a los demás accionistas” (1999, p. 1) [traducción libre]⁸. De esta manera, si los accionistas deciden adquirir parcialmente los activos, no adquirir los activos o —más radicalmente— renunciar a su derecho, el accionista transferente podrá venderlos al tercero.

Otro elemento certero acerca del ROFR son las partes intervinientes. El mecanismo analizado involucra, por lo menos, a tres sujetos distintos: el accionista titular del derecho, el accionista transferente y el tercero interesado. Wise los enumera de la siguiente manera: “(i) el otorgante (normalmente un propietario); (ii) el titular; y (iii) un tercero (normalmente un comprador potencial del bien gravado por el derecho)” (2010, p. 437).

Adicionalmente, contamos con la conceptualización de Di Chiazza y Van Thienen, que consideran que en el ROFR se define de la siguiente manera:

El titular de acciones se compromete frente a la oferta de compra de un tercero a ofrecer previamente dichas acciones al titular del RFR. El titular del RFR tiene el derecho a comprar las acciones ofrecidas en los mismos términos y condiciones del tercero potencial comprador (*'outsider'*) (2006, p. 1).

Finalmente, cabe mencionar que el ROFR puede pactarse de múltiples formas y en diversas situaciones. El mismo se puede incorporar como una cláusula que forma parte del estatuto social, pero también puede ser pactado en un acuerdo, como

ocurre frecuentemente en los convenios de accionistas. Ahora, este derecho no solo existirá frente a las transacciones de acciones, sino, también podría aplicarse, por ejemplo, ante operaciones de adquisición de activos.

Sobre las áreas de aplicación del ROFR en general, la doctrina menciona que podrían ser *real estate* (transferencias o arrendamientos), sector petrolero y gasífero, *joint ventures* y contratos de franquicia, *corporate securities*, contratos de trabajo, entre otras. En realidad, puede incorporarse en todo tipo de activos comerciales (Kahan *et al*, 1999, p. 332; Mitchell, 2001, p. 985; Walker, 1999). Wise describe la variedad del ROFR de la siguiente manera:

Por ejemplo, aunque la mayoría de los derechos de tanteo se utilizan para conceder un derecho preferente de compra, un derecho de tanteo también puede utilizarse para conceder un derecho preferente de venta, un derecho preferente de arrendamiento, un derecho preferente de prestación de servicios, un derecho preferente de contratación, o un derecho preferente de empleo (2010, p. 439) [traducción libre]⁹.

2. *Right of first offer*

Otro de los principales derechos de preferencia es el *right of first offer* (en adelante, ROFO, por sus siglas en inglés). Este mecanismo se caracteriza porque el accionista interesado en transferir sus acciones también deberá ofrecer a los titulares del derecho la preferencia de adquirirlas primero. No obstante, —y aquí radica su distinción con el ROFR— no existe la condición de igualar la oferta presentada por un tercero interesado. En el ROFO, si los accionistas deciden no adquirir las acciones ofrecidas, el accionista oferente puede transferir las mismas a un tercero en condiciones no más favorables que las ofrecidas a los demás accionistas.

Al explicar las características de los ROFO, Circo comenta:

Las ROFO, sin embargo, evitan una cuestión que surge regularmente con respecto a las ROFR: debido a que los términos del acuerdo propuesto se establecen antes de que el otor-

⁸ Texto original:

“By adopting this provision, the shareholders of the corporation promise that they only will sell their shares after negotiating a price with a third party and offering the shares at that price to their fellow shareholders”.

⁹ Texto original:

“For example, even though most first-refusal rights are used to grant a preemptive right to purchase, a first-refusal right also may be used to grant a preemptive right to sell a preemptive right to lease, a preemptive right to provide services, a preemptive right to be employed, or a preemptive right to employ”.

gante comercialice la propiedad, una ROFO evita la disputa común de ROFR que implica si el titular debe igualar los términos únicos o imprevistos de una oferta propuesta por un tercero (2016, p. 10) [traducción libre].¹⁰

Kahan, Leshem y Sundaram, por su parte, también sostienen que, a diferencia del ROFR, en donde el titular del derecho de preferencia puede adquirir el activo en las mismas condiciones que las ofrecidas por el tercero, el ROFO “exige que el vendedor ofrezca primero al titular del derecho la compra del activo en cuestión y le prohíbe venderlo posteriormente a un tercero en mejores condiciones que las ofrecidas al titular del derecho (2012, p. 331) [traducción libre].¹¹

Existen ciertos autores que recalcan de manera sustancial la diferencia entre el ROFO y el ROFR. Tal es el caso de Wise, que concibe al ROFO como una alternativa a los *first refusal rights*, junto con la opción, el compromiso de negociar (*‘commitment to negotiate’*) y el compromiso de subasta (*‘commitment to auction’*). Según él, el ROFO es una suerte de derecho de tanteo inverso, pudiendo sustituir a este último (2010, p. 519).

3. *Tag along* y *drag along*

Existen otros mecanismos a través de los cuales se limita la libre transferibilidad de las acciones y se protegen intereses de accionistas (minoritarios o mayoritarios, dependiendo del mecanismo) frente a transacciones que implican a un tercero adquirente. Entre ellas, se encuentran las cláusulas de *‘tag along’* o ‘derecho de acompañamiento’ y *‘drag along’* o ‘derecho de arrastre’.

La cláusula de *tag along*, también conocida como *‘co-sale’* se activa frente a una operación en la cual los accionistas mayoritarios reciben la oferta de un tercero y deciden venderle su participación, otorgándoles a los accionistas minoritarios el derecho a participar en la misma. Esta cláusula “permite a los minoritarios participar de la venta de las acciones del mayoritario, en los mismos términos y condiciones ofertados por el tercero” (Pérez, 2021, p. 32), de esta forma, el accionista minoritario se encontrará protegido ante cualquier cambio de control de la sociedad y podrá incorporarse –y no

quedar excluido ni en condiciones desfavorables– frente a la enajenación, pudiendo también obtener liquidez al transferir sus acciones.

Por otro lado, se encuentran las cláusulas de *drag along* o ‘derecho de arrastre’. Estas permiten que cuando se reciba una oferta de compra por parte de un tercero interesado, los accionistas mayoritarios puedan exigir u obligar a los accionistas minoritarios a que vendan o transfieran su participación accionaria junto con la de los primeros. De ahí proviene el nombre de ‘arrastre’.

Entonces, en caso el accionista mayoritario recibiera una oferta de compra de la mayoría de las acciones de la sociedad y esté de acuerdo con las disposiciones y condiciones de esta (por ejemplo, la valorización de las acciones), esta cláusula se activará frente a los minoritarios, forzando la venta o transferencia de su participación. Esto permite facilitar las negociaciones y “asegurar la venta de la totalidad de las acciones a un tercero, de manera tal que este pueda obtener el control total de la sociedad” (Pérez, 2021, p. 32).

En resumen, la razón de ser de las cláusulas de *tag along* radica en poder:

Neutralizar los efectos expropiatorios de las ventas ineficientes para el valor conjunto de la sociedad. Su propósito concreto es que uno de los socios no liquide su participación en la sociedad transfiriendo su parte a un tercero y se apropie, así, de una porción del excedente que no le correspondería según lo pactado (Sáez & Bermejo, 2007, pp. 8-9).

En cambio, las cláusulas de *drag along* “sirven para combatir el riesgo de expropiación en los casos de ventas eficientes o productivas” (Sáez & Bermejo, 2007, p. 12). Es usual que ambas cláusulas se incorporen en conjunto, estableciéndose un balance entre los intereses de accionistas minoritarios y mayoritarios frente a la posibilidad de cualquier transacción. En ambas situaciones, es evidente que el titular del ROFR no ejerció su derecho y el tercero interesado es quien las adquirirá. En ese escenario, es que se pueden activar cualquiera de estas cláusulas, si las mismas fueron pactadas.

¹⁰ Texto original:

“ROFOs, however, avoid one issue that comes up regularly with respect to ROFRs: because the terms of the proposed deal are established before the grantor markets the property, a ROFO avoids the common ROFR dispute involving whether the holder must match unique or unanticipated terms of an offer proposed by a third party”.

¹¹ Texto original:

“A right of first offer requires a seller to first offer the right-holder to buy a subject asset and prohibits the seller from subsequently selling the asset to a third party better terms than those offered to the right-holder”.

III. ENTENDIENDO EL ROFR Y SUS JUSTIFICACIONES

Como mencionamos en la parte introductoria de este artículo, nuestro objetivo principal es conocer un poco más del ROFR, sus costos, problemas en su adopción, los incentivos (y desincentivos) que genera, entre otras situaciones. Y que, a pesar de todo ello, termina siendo una de las opciones más usadas cuando se quiere limitar la libre transmisibilidad de acciones en una sociedad.

A. Funcionamiento del ROFR: cuestión previa

Como se estableció en las secciones anteriores, los convenios entre accionistas abren una puerta de posibilidades y combinaciones que permiten que los accionistas de una sociedad pueden obligarse, a otorgarse y atribuirse recíprocamente, derechos y obligaciones. Está claro que estas concesiones y atribuciones tienen siempre intereses y motivaciones particulares; no obstante, más allá de las razones subjetivas de su celebración, es importante (y está dentro del ámbito de este trabajo) entender las razones por las cuales, pese a su costo y las dificultades en su preparación y ejecución, su celebración es una práctica usual en el mercado local e internacional.

Como anticipamos, dentro del gran abanico de posibilidades de los pactos entre accionistas se encuentra el ROFR, el cual tiene como mecánica que el accionista interesado en vender su participación en una sociedad consiga primero una oferta de un tercero y, una vez con el precio y las condiciones establecidas, traslade esta información al titular del ROFR (socio e *'insider'*) para que este, dentro de un plazo concreto, decida si es de su interés ejercer su derecho de *'refusal'* frente a la oferta del tercero (bloqueando su ingreso) y, por tanto, realizar la adquisición bajo los mismos términos.

B. ¿Qué implica celebrar un ROFR?

1. Costos y dificultades

Tenemos que partir del siguiente hecho: pactar un ROFR es costoso. Genera dificultades en su negociación, en la redacción, e incluso en algunos casos, en su ejecución. Es por esto que es importante comprender detalladamente su estructura, para entonces poder entender cuáles son los costos y desventajas que implica y, finalmente, poder entender cuáles son las razones que hacen que, pese a esto, su pacto prevalezca en el mercado.

Como bien hemos anticipado, queremos enfocar este artículo en una pregunta concreta: ¿qué hace que el ROFR sea un mecanismo tan usado?

Si es que podemos identificar de forma inmediata costos, ¿por qué las partes lo pactan recurrentemente? Es claro que para determinados casos será la mejor opción o la más completa, sin embargo, podríamos cuestionarnos si es que existen otras opciones que tengan potencial de ser menos costosas generando el mismo beneficio.

Walker explica que, si bien el análisis económico del ROFR es escaso, ciertos autores se han pronunciado sobre la materia. En concreto, menciona que Marcel Kahan durante el análisis en las posiciones del *'grantor'* (el que se obliga a respetar el derecho) y el *'rightholder'* (el beneficiario del ROFR), concluye que el ROFR genera costos relacionados a: (i) negociación (asesores legales y comerciales); (ii) *drafting* (asesores legales y comerciales); y (iii) disputas (si bien no es común que se consume y llegue a un órgano de resolución de controversias, la disputa sobre el alcance o el sentido puede producirse en caso de que el convenio no se encuentre redactado de forma adecuada) (1999, p. 16-68).

En adición a estos costos, debemos añadir la transferencia de valor que se da entre las partes cuando se ejecuta la operación de venta (más adelante veremos que el ROFR no destruye valor, pero sí lo redistribuye sin necesidad de llegar a la operación más eficiente). Claramente, los gastos en los que tendría que incurrir el tercero serían altos y, creemos, las posibilidades de éxito para el tercero se definirían en caso de recurrir a una *'godfather offer'*, lo que en cualquier situación ya podría significar un *'sobrecosto'*.

A modo de ejemplo, actualmente como parte de mi práctica, asesoro a un cliente asiático en la evaluación de una compañía con activos en varios países de Latinoamérica, y entre los varios aspectos que deben analizarse, está el convenio de accionistas vigente en la sociedad matriz (en la cual se ejecutaría la compra de acciones), que regula varias restricciones a la libre transferibilidad de las acciones de los actuales accionistas. Entre ellas, existe una cláusula ROFR extensa, compleja, con muchas ambigüedades y vacíos —muchos *'carve outs'*— y en algunas partes, imprecisa. Se advierte que, al intentar regular muchas posibles situaciones, los accionistas —y sus asesores— en ese momento ocuparon muchas horas intentando cubrir todas las posibles variables.

Sin embargo, por más que intentaron, casi 10 años después de acordada, se ven las complicaciones para su ejecución. ¿Cuál es el principal costo? Que los terceros interesados deben evaluar con abogados y otros asesores si vale la pena entrar al proceso de venta (donde participarían varios

interesados que enfrentarán la misma disyuntiva), sabiendo que una interpretación distinta entre los diferentes involucrados en esta operación podría terminar en una disputa legal sobre la correcta aplicación del ROFR pactado. Ello puede conllevar a que más de un tercero se desincentive de entrar al proceso o, habiendo entrado, de continuar. ¿Quiénes podrían verse perjudicados? ¿El accionista que desea vender, el *'bidder'* (nuestro cliente) o el titular del ROFR?

A raíz de esto, consideramos importante tener en cuenta que, finalmente, el pacto de un ROFR, un ROFO, un *option*, un DAP o cualquier pacto que limite la libre transmisibilidad de las acciones en venta, significan dos cosas importantes, entre otras: el (i) valor es menos líquido; y (ii) el interesado en adquirirlo tendrá que incurrir en mayores costos para hacerlo y sin garantía de llegar a obtenerlo.

Sin embargo, estas características son propias de varios de los pactos enunciados que limitan la libre transmisibilidad, no solo del ROFR. Por tanto, creemos que la respuesta podría estar en el mayor desincentivo que un ROFR genera frente a los, para Walker, *'outsiders'*, es decir, los interesados. Pareciera que el ROFR genera una inhibición mayor para los terceros que otros mecanismos similares. Es decir, en vista que el ROFR afecta de forma directa el retorno esperado del tercero, o, en otras palabras, hace que vea la adquisición como una posibilidad insegura, genera finalmente que existan cada vez menos interesados en la adquisición del valor, lo cual, podría generar un impacto en su valoración de mercado.

Por su parte, en el contexto de sociedades de capital cerrado, Walker recuerda un concepto que describe bien el fenómeno concreto y que he desarrollado en un artículo anterior donde me explayé sobre el DAP en la LGS y sus dificultades en su implementación: el *'insider idiosyncratic value'*. Este término, el cual tendría el mayor sentido al español como *'valor idealizado por el accionista actual'*, hace referencia que otro de los puntos que debe tener presente un potencial comprador cuando está valorando participar en la adquisición de las acciones es que, en caso de que se haya pactado un ROFR, probablemente los accionistas titulares del derecho tendrán una vinculación fuerte con el estado actual de la sociedad; por lo que, incluso inconscientemente, podrían incrementar el valor de las acciones con la única finalidad de mitigar la posibilidad de que no prospere la adquisición (acá vemos un ejemplo de cómo puede transferirse valor de una parte a otra gracias al ROFR).

Finalmente, en relación con el tercero, otra de las desventajas que este tiene respecto al accionista

titular del ROFR es la asimetría informativa que claramente existe entre ambos. Mientras el primero conoce la información relativa a la empresa con base en la información que la misma sociedad ponga a su disposición o la información que sea pública; el segundo, tiene conocimiento directo sobre las operaciones, contratos actuales e incluso información no pública que podría revalorizar el precio de las acciones. Esto supone una desventaja clara en la negociación, colocando a uno en un punto de partida más privilegiado (sin tener en cuenta el privilegio mismo que supone el ROFR), por lo que, lo usual (y que para Walker sería incluso lo lógico), es que los terceros pierdan interés en la adquisición de tales acciones.

C. Razones para la prevalencia del ROFR

Entonces, ¿por qué los accionistas y sus asesores sugieren y valoran su inclusión en los convenios entre socios?

Primero, debemos diferenciar entre sociedades de capital cerrado (sociedades de capital reducido, empresas familiares y *ventures*) y sociedades de capital disperso, siendo que en el primer caso esta provisión tendrá más sentido. Mientras que en las sociedades de capital reducido o empresas familiares interesa mantener a ciertos accionistas dentro de la operación por factores como la experiencia, confianza, y similares; en sociedades de capital disperso esto no es una realidad viable, debido a que el accionariado es tan grande que pactar ROFR no necesariamente garantiza la dirección, forma de ejecución de negocio e incluso, la visión a futuro, mantengan una línea estable. En estas sociedades no se espera que los accionistas tomen directamente las riendas de la operación diaria (fuera de que en la jurisdicción peruana la LGS no permite que se pacten ROFRs —ni otras limitaciones a la libre transferibilidad de acciones— en sociedades de capital disperso como son las sociedades anónimas abiertas).

Bajo derecho peruano, una SAC suele no tener distinción entre propiedad y dirección, por lo que en la gran mayoría de ocasiones los accionistas mismos estarán involucrados en la ejecución del objeto social y tendrán una perspectiva sobre cuál debería ser el enfoque del negocio. En este supuesto concreto y, bajo este contexto, es en el que surgen las mayores ventajas y puntos favorables en relación con el pacto de ROFR.

A continuación, pasaremos a explicar las justificaciones que, previsiblemente, amparan la prevalencia del uso del ROFR en este tipo de sociedades cerradas.

1. Protección ante la quiebra de negociación (*bargaining breakdown*)

Una primera justificación es que el ROFR sirve como un seguro que previene el riesgo de la quiebra de una negociación entre accionistas de una misma sociedad. Imaginemos que las partes no han pactado un ROFR y empiezan a negociar el precio. En toda negociación entre el accionista que ofrece la acción y el titular del ROFR (ambos *insiders*) algo puede fallar y la transacción se puede trancar. Si ello pasara, el vendedor saldrá a ofrecer las acciones a un tercero y en caso encuentre uno que pague el precio que venía negociando con su socio previamente (o incluso menor, pues recordemos no existe ROFR ni otro mecanismo pactado), le venderá las acciones al tercero para salir de la sociedad. Y, en este caso, se podría estar asignando las acciones a la persona que no necesariamente las valoraba más. Antes de continuar con el análisis de esta justificación, tal vez sirve detenernos a revisar rápidamente qué factores podrían contribuir a un quiebre de una negociación ante la falta de un ROFR.

Así, entre los más usuales Walker recoge los siguientes:

- a) Negociación estratégica de los socios y diferencias de poder (*leverage*) en la negociación: según la experiencia, las disparidades de poder y el uso de la negociación estratégica son comunes en las negociaciones entre *insiders* en la ausencia de un derecho de preferencia. Si el vendedor puede ir a vender a un tercero de frente y no existe ROFR, eso le daría mayor poder de negociación.
- b) Barrera de equidad o 'precio justo': si las partes perciben que el precio que vienen negociando no es 'justo' para ninguno, ambos preferirán terminar las negociaciones. Sí podría existir una zona de acuerdo, pero al ser *insiders* que manejan información similar, llegar a ella podría ser problemático.
- c) No existencia de zona de acuerdo: pueden darse casos donde las malas relaciones entre los socios o prejuicios entre ellos generan una zona natural de permanente desacuerdo. Sin un ROFR, en este caso el vendedor estaría dispuesto a incluso vender por debajo del valor al que estaría dispuesto a venderle a su socio.
- d) La utilidad del vendedor al vender fuera de la sociedad: en algunas sociedades los socios son competidores, lo cual genera un incentivo de uno de ellos de vender a un tercero

antes de ofrecerle su parte a su mismo socio. Los socios probablemente quieran tener el ROFR como un seguro para evitar ese riesgo.

- e) Asimetría informativa: este es un serio problema en negociaciones de una sola ronda. Ante la falta de un ROFR, el socio que se va generalmente escogerá negociar antes que ir a una subasta, a efectos de intentar capturar una porción del valor idiosincrático de su otro socio (1999, pp. 24-46).

El ROFR funciona en este caso como un seguro contra el quiebre de la negociación. Como todo seguro, el ROFR tiene un costo. Cada parte debe evaluar si vale la pena la inversión (costo) y la probabilidad de su uso. La probabilidad que un socio (*insider*) le otorgue un valor alto al bien (por su valor idiosincrático) al momento de la venta es clave para decidir si decide pagar este 'seguro'. Esta decisión de tomar un seguro debe considerar también la aversión al riesgo que tiene cada parte sobre un quiebre en la negociación. Mientras mayor aversión al riesgo, mayor la posibilidad de que tomen este seguro a pesar de que sus costos sean mayores a los beneficios para dicha parte (es decir, a pesar de que al momento de su ejecución no se genere la transacción más eficiente que permita a esa parte extraer el mayor valor posible). Finalmente, aunque nunca se vaya a ejercer el ROFR, su pacto facilita la inversión en una sociedad de capital cerrado. No tener este seguro puede generar incentivos en los socios de no invertir en el mismo monto que si se tuviera el seguro.

Continuando, la limitación a la libre transmisibilidad de las acciones acordada mutuamente por las partes al negociar y acordar un ROFR —y los costos que ello conlleva— está justificada porque evita el riesgo de que el accionista receptor de la oferta de venta, quien por razones subjetivas puede valorar las acciones por encima de su precio, desista de realizar la transacción y un tercero termine entrando (en este caso, el resto de accionistas se queda sin posibilidad alguna de igualar el precio). El vendedor siempre buscará obtener de su socio ese valor idiosincrático (y la prima aparejada), y ello puede conllevar al quiebre de la negociación.

Lo curioso del ROFR, según algunos ejemplos de Walker, es que, si bien sirve como un seguro, no genera necesariamente que el vendedor logre el mejor precio posible. Es decir, en algunas situaciones donde existe ROFR, el accionista vendedor podría conseguir una oferta por debajo del valor que podría tener su socio en la cabeza (recordemos que un tercer ajeno a la sociedad podría valorarla menos que el socio que la conoce mejor y que además tiene un valor idiosincrático). Y en este caso,

podría terminar vendiendo a su socio por un valor menor –marcado por el tercero– que el que su socio le hubiese dado en una negociación directa de no haber ROFR. Más que una pérdida de valor, lo que vemos acá es una transferencia de valor del vendedor al tenedor del derecho ROFR, quien termina adquiriendo un bien por menos de lo que hubiese pagado. Es el titular del derecho ROFR quien pudo extraer valor adicional en esta transacción.

En resumen, es el titular del ROFR quien usualmente mejora su posición con la existencia de este derecho, no el vendedor (menos valor) ni el *bidder* (pues no participa, ofrece un precio muy alto u ofrece uno muy bajo que pierde ante la propuesta del tenedor del ROFR).

2. Desincentivo de salida del accionista

Las justificaciones expuestas en el apartado anterior son varias y gráficas. Sin embargo, ¿son suficientes? ¿Es la razón principal de un ROFR ser un seguro contra la quiebra de negociaciones bilaterales entre socios? Según expone Walker, tal vez una justificación primaria y más potente que aquella es la necesidad de los socios de desincentivar e inhibir la salida de sus otros socios.

Bajo esta perspectiva, los accionistas que se mantienen en la sociedad se encuentran protegidos pues, *ex ante*, limitaron la posibilidad de que terceros vayan a realizar ofertas o estar interesados en la adquisición de las acciones. Ahora bien, pueden ser varias las razones por las cuales desean limitar la entrada de terceros: (i) quieren mantener el poder de elegir a sus futuros socios; (ii) bloquear la entrada de un actor con mala reputación; (iii) mantener el control familiar de la sociedad; (iv) mantener el control del número e identidad de los socios para asegurar el cumplimiento de ciertas normas imperativas, entre otros. O’Neal & Thompson concluyen lo mismo: la restricción a la transferencia de acciones tiene como intención usual mantener extraños fuera de una sociedad de capital cerrado (1999, p. 56).

Así, más que valorar un mejor retorno al momento de la salida, muchas veces los socios prefieren tener un seguro que les garantice estabilidad. Y el uso del ROFR ha demostrado ser una buena herramienta para restringir efectivamente la entrada de terceros ajenos a la sociedad y, en jurisdicciones donde han existido varios casos sobre cuestionamientos del uso de restricciones a la libre transferencia de acciones, las cortes han sido más procli-

ves a invalidar restricciones distintas al ROFR. Este no es un dato menor, pues ello genera un incentivo en los participantes de mercado de acordar figuras jurídicas ya conocidas por los jueces y que generen predictibilidad en su aplicación. Walker lo dice expresamente: “La forma de opción que tiene más probabilidades de recibir el respaldo judicial es el derecho de preferencia” (1999, p. 60) [traducción libre]¹².

Del mismo modo, se lee que la efectividad del ROFR tendrá un impacto en terceros en función al número de postores, la especialidad del bien y el potencial de un mayor valor idiosincrático. Cuando se pacta el ROFR las partes no pueden predecir cuán efectivo será el ROFR inhibiendo la entrada de un tercero, pero la experiencia indica que en sociedades de capital cerrado el ROFR usualmente dificulta la venta a *outsiders*.

Esta conclusión no es ajena a nuestra experiencia en el mercado local. Cuando uno le pregunta a colegas y participantes del mercado de fusiones y adquisiciones sobre las razones para pactar un ROFR, automáticamente la respuesta es: asegurar que no entre un tercero a la sociedad sin el consentimiento de los socios que se quedan. Para ello, se busca dificultar la salida del socio vendedor de sus acciones. Nunca, en mi experiencia, la respuesta ha sido “pactamos un ROFR para maximizar el valor para todas las partes en una futura venta de sus acciones”.

D. Alternativas tradicionales al ROFR: evitar el riesgo por el ‘quiebre de negociación’ (*bar-gaining breakdown*)

¿Existen medios alternativos que alcanzando el mismo resultado que un ROFR sean menos costosos para las partes?

Entre otras, tradicionalmente se han propuesto alternativas –que se esperaba– tuviesen un beneficio similar al del ROFR como (i) la evaluación, índices de mercado y precios prefijados; (ii) el compromiso de negociar de buena fe, e, inclusive (iii) el derecho de primera oferta (*‘right of first offer’*).

Walker desarrolla de modo muy claro por qué esas alternativas tampoco serían mejores que el ROFR. Así, se pregunta, ¿existe un posible instrumento que pueda garantizar al titular del derecho comprar el activo al mejor precio disponible para el vendedor de un grupo de compradores terceros sin restricciones?

¹² Texto original:

“The form of option most likely to receive judicial support is a right of first refusal”.

Sobre el primer punto el autor señala lo siguiente:

La dificultad es que solo la propiedad más fungible o estandarizada es susceptible de una valoración precisa y objetiva mediante tasación o índice de mercado, y, como hemos visto, la propiedad que es fungible o estandarizada es menos probable que tenga un valor idiosincrásico y merezca protección contra el ‘quiebre de la negociación’ (*bargaining breakdown*) (1999, p. 48) [traducción libre]¹³.

Sobre el segundo, concluye que este compromiso no elimina el riesgo de quiebre de la negociación.

Y respecto al ROFO –figura tradicional más conocida para los lectores entre estas tres–, se indica que este mecanismo pone siempre en desventaja al titular del derecho, puesto conforme a la experiencia analizada, las cláusulas ROFO incentivan que (i) el titular del derecho ofrezca un precio bajo, o (ii) acepte un precio muy alto. En palabras de Walker:

Al recibir el aviso del vendedor, el titular de un derecho de primera oferta tiene la oportunidad de ofrecer un precio por la propiedad que, si no es aceptable para el vendedor, se convierte en el suelo del vendedor en la negociación con otros postores. En esta situación, los roles del titular del derecho y del comprador tercero se invierten. Ahora el titular del derecho debe calcular una sola oferta que maximice su retorno esperado en un vacío de información. A diferencia de las negociaciones de varias rondas entre el vendedor y el titular del derecho, este enfoque aparentemente aumenta el riesgo de quiebre de la negociación (1999, p. 50) [traducción libre]¹⁴.

Ahora bien, una variante del ROFO es que el vendedor sea quien ponga el precio (para evitar que el accionista receptor de la oferta sea quien esté en la situación incómoda de poner un precio muy bajo o muy alto), sin embargo, en este caso, sería

el vendedor de las acciones quien determine el precio al titular del derecho de ROFO (vendedor que además no tiene ninguna obligación previa de venta), quien se vería en una desventaja pues tiene una sola oportunidad para evaluar y decidir (no ha existido una tasación previa de ese precio en el mercado ni múltiples rondas que generen competencia). El vendedor tendrá el incentivo de indicar un precio relativamente alto. El accionista receptor (quien puede tener valor idiosincrático) considerará que un tercero no lo valorará de la misma manera y pasará, esperando que el vendedor regrese con un precio menor. En este caso, no ha existido un proceso previo que permita ‘formar el precio’ en un ambiente competitivo.

Como bien lo indica Walker:

En el paso, sin embargo, el titular crea la posibilidad de que un tercero que valora menos la propiedad la compre, exactamente la eventualidad que el derecho de tanteo estaba destinado a evitar. Así, el derecho de primera oferta sea cual sea su configuración, es un mal sustituto del derecho de tanteo (1999, p. 51) [traducción libre]¹⁵.

Antes estos escenarios, la propuesta de Walker es idear un instrumento o proceso denominado ‘compromiso de subastar’, que en su teoría podría ser una alternativa eficiente al ROFR –y a los otros mecanismos tradicionales–. Sin embargo, esta propuesta también tiene deficiencias que hace que en la práctica los participantes activos del mercado de fusiones y adquisiciones –y sus asesores– sigan pactando cláusulas ROFR.

E. El compromiso a subastar

Como lo sugiere Walker, en un compromiso para subastar, podría llegar a obtenerse lo mejor de los dos mundos. Por un lado, aquel accionista que permanece en la sociedad y que le da un valor –incluso podríamos decir ‘idealizado’– a la acción tendrá la

¹³ Texto original:

The difficulty is that only the most fungible or commoditized property is susceptible to accurate, objective pricing by way of appraisal or market index, and, as we have seen, property that is fungible or commoditized is less likely to carry idiosyncratic value and warrant protection against bargaining breakdown.

¹⁴ Texto original:

Upon notice from the seller, the holder of a right of first offer is provided the opportunity to offer a price for the property which, if not acceptable to the seller, becomes the seller's floor in negotiating with other bidders. In this situation the roles of the rightholder and the third-party buyer are reversed. Now the rightholder must calculate a single bid that maximizes his expected return in an information vacuum. As opposed to multiple-round negotiations between the seller and the rightholder, this approach apparently increases the risk of bargaining breakdown.

¹⁵ Texto original:

In passing, however, the rightholder creates the possibility that a lesser valuing third party will purchase the property, exactly the eventuality that the right of first refusal was designed to avoid. Thus the right of first offer, however configured, is a poor substitute for the right of first refusal.

oportunidad de participar y, por el otro lado, este compromiso no significa un desincentivo para los terceros de participar como postores para obtener la propiedad, lo que crea un escenario competitivo donde se podrían maximizar los beneficios.

En relación con el diseño e implementación previo del compromiso de subastar, al estar en el contexto de transacciones de corporaciones cerradas, es usual que no se trate de una subasta meramente abierta al público, sino más bien de una subasta cerrada por invitación. Incluso al tratarse de una subasta privada, podría generar un efecto bastante similar al del ROFR; no obstante, priorizando que el precio de la acción sea el resultado competitivo entre las pujas de los participantes. El oferente de las acciones podrá poner un precio base sobre el cual se realicen las pujas y toda la transacción podría ser administrada por un agente *escrow* que asegure transparencia y justicia en el resultado.

Sin embargo, es importante también tener presente cómo es que las partes podrían afectarse ante el cambio del ROFR al compromiso de subastar. Además de que el proceso mismo de subasta significaría para los accionistas que permanecen en la sociedad la posibilidad de realizar la adquisición en caso de que una o varias de las ventajas listadas anteriormente fuesen deseadas y, de que el oferente podrá obtener el mejor precio, la subasta también colabora en favor de los accionistas que permanecen.

Tal como se comentó, estos, en su afán de ‘mantener el control sobre la administración’ o el ‘control societario’ mismo, podrían incurrir en idealización sobre el precio de las acciones, lo que eleva significativamente el costo de la transacción en su extremo.

En este sentido, el pasar por un proceso competitivo de subasta lo ‘forzaría’ a realizar un análisis técnico con asesores financieros especializados, lo cual llevaría a que sus *bids*, es decir, sus pujas, sean racionales más que emocionales o ‘idealizadas’. Este hecho elimina tajantemente la idea de quiebre de la negociación, pero además, configura el escenario para que en caso sea de su mayor conveniencia y salgan vencedores en la subasta al realizar el precio más competitivo.

Esta propuesta, realizada hace más de 20 años por Walker, no ha tenido mayor acogida y actualmente todas las partes en este mercado continúan pactando cláusulas como el ROFR y el ROFO. Tal vez, entre las explicaciones de la no adopción de esta propuesta teórica están las mismas que Walker anticipó en su artículo: (i) el compromiso de subasta es una propuesta realizada en el pla-

no teórico y que no ha sido llevada a la práctica; (ii) las partes en este mercado ya están familiarizadas con la cláusula ROFR; y (iii) los jueces y árbitros también están familiarizados con esta cláusula y, por ende, existe jurisprudencia importante que ha generado precedentes, entre otras razones prácticas (1999, p. 65-66).

Fuera de ellas, tal vez la razón más importante es que, a pesar de que en la teoría pareciera que un mecanismo de compromiso de subastar también evitaría el quiebre de una negociación, no logra el otro objetivo importante —y parece que primero— que logra el ROFR: inhibir la salida del accionista vendedor.

IV. CONCLUSIONES Y REFLEXIONES FINALES

- Los socios en una sociedad de personas (de capital cerrado, *coventurers*, familiares, entre otros modelos similares), deben optar entre acordar limitar la libre transmisibilidad de sus acciones o establecer ciertas restricciones. En esa decisión, deben evaluar los costos y beneficios de una u otra opción.
- Si optan por restringir la libre transferencia de acciones a través de una cláusula ROFR (esto es, ‘adquirir un seguro’ contra el riesgo que implica que entre un nuevo socio sin su consentimiento o en el futuro se pueda truncar la negociación con su socio para la transferencia de sus acciones), deben ser conscientes de que ese ‘seguro’ tiene costos y desventajas. Lo principal: inhibirá su salida de la sociedad.
- Sin embargo, si bien existe este costo, si la persona que está evaluando la adquisición de este seguro es aversa al riesgo y puede ser quien necesite contar con ese derecho (futuro titular del ROFR), podría preferir incurrir en ese costo a lograr el mejor precio posible el día en que quiera vender sus acciones. Pues, si algo hemos aprendido en este artículo, es que, de las tres partes involucradas, quien suele tener el mayor beneficio de un ROFR es el titular del derecho, pues es este quien puede terminar absorbiendo parte del valor que podría haber correspondido al vendedor (proveniente del potencial comprador).
- Se podría intentar acordar mecanismos novedosos y/o alternativos al ROFR, por ejemplo, mecanismos menos costos o que generen menos desincentivos. Pero, al evaluar ello, se debe ser consciente también que una cláusula ROFR cuenta con muchos años

de desarrollo académico, conocimiento de los aplicadores del derecho, reconocimiento judicial, entre otros factores que fomentan su uso internacional. 📄

REFERENCIAS

- Conde Granados, J. (2014). Alcances y operatividad de los convenios de accionistas en las sociedades anónimas. *Foro Jurídico*, (13), 26-37.
- Carrión Álvarez-Calderón, D. (28 de agosto de 2019). Tag, drag, put, call, vetos: ¿cómo juegan estos derechos entre accionistas? *Ius 360*. <https://ius360.com/tag-drag-put-call-vetos-como-juegan-estos-derechos-entre-accionistas/>
- Carrión Álvarez-Calderón, D (2019). ¿Y si no ejercen su derecho de adquisición preferente, podemos vender? La importancia de reglas claras para el ejercicio de este derecho. *Advocatus*, (36), 31-61. 10.26439/advocatus2018.n036.4735
- Circo, C. (2016). *Purchase Options, ROFRs, and ROFOs: Theory and Practice or What can a law professor tell ACREL Fellows about purchase options, rights of first refusal, and rights of first offer that they don't already know?* (Working paper). <https://ssrn.com/abstract=2781802>
- Daskal, B. (1995). Right of First Refusal and the Package Deal. *Fordham Urban Law Journal*, (22), 461-501.
- De Trazegnies Granda, F. (2001). El derecho de adquisición preferente en la sociedad anónima: la transferencia del control social a través de una sociedad holding. *Advocatus*, (4), 229-246. <https://doi.org/10.26439/advocatus2001.n004.2291>
- Di Chiazza, I. & Van Thienen, P. (2006). El derecho de compra preferente como restricción a la transferencia de acciones. Análisis económico y jurídico. *Derecho Comercial y de las Obligaciones: Revista de doctrina, jurisprudencia, le-gislación y práctica*, (221), 707-730.
- Elías Laroza, E. (2015). *Derecho Societario Peruano. La Ley General de Sociedades* (3ra ed.). Gaceta Jurídica.
- Hua, X. (2012). The right of first offer. *International Journal of Industrial Organization*, 30(4), 389-397. <https://doi.org/10.1016/j.ijindorg.2012.01.002>
- Kahan, M., Shmuel, L. & R. Sundaram. (2012). First-Purchase Rights: Rights of First Refusal and Rights of First Offer. *American Law and Economics Review*, 14(2), 331-371.
- Lillard, T., Szygenda, A., & Wise, R. (2010). First-Refusal Rights under Texas Law. *Baylor Law Review*, 62(2), 433-520. <https://www.baylor.edu/content/services/document.php/117444.p>
- Mitchell, J. (2001). Can a right of first refusal be assigned? *The University of Chicago Law Review*, 68(3), 985-1006. <https://doi.org/10.2307/1600407>
- Palmadera Romero, D. (2009). *Manual de la Ley General de Sociedades*. Gaceta Jurídica.
- Pérez Caruajulca, M. (2021). *El derecho de adquisición preferente como limitación a la transferencia de acciones en las sociedades anónimas cerradas: incertidumbres y problemas en torno a su ejercicio* (Tesis para optar por el título de abogado). Pontificia Universidad Católica del Perú, Lima, Perú.
- Rebaza Torres, A. (2007). Las fusiones y adquisiciones de empresas: a propósito de la proliferación de los fondos de inversión. *THĒMIS-Revista de Derecho*, (54), 101-111.
- Sáez, M., & Bermejo, N. (2007). Inversiones específicas, oportunismo y contrato de sociedad: a vueltas con los pactos de tag- y drag along. *InDret: Revista para el análisis del Derecho*, (1), 1-37.
- Salas Sánchez, J. (2008). Los convenios de accionistas en la Ley General de Sociedades y la autonomía de la voluntad. *Ius et Veritas*, 18(36), 64-102.
- Varaiya, N. (1988). The "Winer's Curse" Hypothesis and Corporate Takeovers. *Managerial and Decision Economics*, 9(3), 209-219. <https://doi.org/10.1002/mde.4090090306>
- Walker, D. (1999). *Rethinking Rights of First Refusal*. (Discussion paper 261). http://www.law.harvard.edu/programs/corp_gov/papers/No261.99.Walker.pdf